

L'analisi del rischio paese: L'approccio di SACE

Emanuele Baldacci

Lorenza Chiampo

WORKING PAPER No. 04



SACE GROUP

L'analisi del Rischio Paese: L'approccio di SACE

Emanuele Baldacci¹

Lorenza Chiampo²

Maggio 2007

Abstract

La crescente globalizzazione dei mercati finanziari e la delocalizzazione delle attività produttive verso le economie emergenti hanno portato una profonda trasformazione del contesto operativo internazionale, ponendo nuove sfide per gli operatori di mercato (investitori, banche e assicuratori) in termini di valutazione e gestione dei rischi connessi con le attività economiche cross-border. Di conseguenza, anche l'analisi del rischio paese risente di queste trasformazioni. La valutazione di questi rischi non può limitarsi all'esame degli indicatori economici tradizionali, ma deve prendere in considerazione altre possibili fonti di instabilità che possono ripercuotersi sulla capacità di pagamento del debitore e dunque

¹ Chief Economist, SACE. e.baldacci@sace.it

² Responsabile Rischio Paese, SACE. l.chiampo@sace.it

Il pensiero espresso dagli autori nel presente *paper* non impegna in alcun modo SACE. Gli autori ringraziano l'Ufficio Studi di SACE, in particolare Fabrizio Ferrari e Alessandro Terzulli, per i preziosi suggerimenti.

adottare un approccio multidimensionale e basato sul balance sheet approach nell'ambito di un quadro concettuale solido di teoria economica. La metodologia utilizzata da SACE per classificare i paesi in base al livello di rischio è un tentativo di tenere conto di questi aspetti.

JEL Keywords: Insurance, International financial markets, International lending and debt problems.

1. Introduzione

Lo studio del rischio paese è una disciplina relativamente giovane, che si è sviluppata a partire dagli anni '70 e ha gradualmente guadagnato l'attenzione di economisti e operatori finanziari, in seguito ai profondi mutamenti dello scenario economico mondiale e alla crescente integrazione dei mercati legata al processo di globalizzazione. Come illustrato efficacemente da Thomas L. Friedman (2005), infatti, negli ultimi decenni il mondo si è “appiattito”, in seguito ad alcuni avvenimenti di carattere epocale quali la caduta dei regimi comunisti, lo sviluppo della tecnologia e la diffusione di internet. Tali eventi hanno consentito a numerose economie emergenti l'accesso alla rete commerciale globale, a flussi di interscambio e risorse finanziarie finora preclusi. Tuttavia, questa “vicinanza” può anche favorire una maggiore instabilità geopolitica (acuita in molti casi dall'aumento della disuguaglianza distributiva) e un crescente rischio di contagio dovuto all'elevata permeabilità delle diverse realtà economiche³.

Nel recente passato si è assistito, inoltre, a una profonda evoluzione delle crisi debitorie, da quelle “tradizionali” degli anni '80 a quelle più recenti dei paesi asiatici e della Turchia tra la fine degli anni '90 e i primi anni del 2000 fino alle crisi finanziarie che hanno toccato l'Argentina e altri paesi della regione. Tale mutamento radicale comporta nuove sfide in termini di gestione dei rischi e, quindi, la necessità di strumenti più raffinati di analisi.

Le crisi finanziarie di tipo tradizionale sono caratterizzate dal *default* sul debito estero da parte dello stato sovrano e dal ruolo preponderante del Club di Parigi nel processo di ristrutturazione. I soggetti coinvolti sono generalmente pubblici: da un lato il paese debitore insolvente, dall'altro i cosiddetti creditori ufficiali, i governi dei paesi industrializzati e le Istituzioni Finanziarie Internazionali (IFI). Ne sono un esempio le crisi debitorie dei paesi latinoamericani degli anni '80 e dei paesi africani. La previsione di questo tipo di crisi si basa sulla ricerca di squilibri

³ Si veda Baldacci (2007).

macroeconomici, che sono evidenziati da indicatori familiari agli economisti quali il disavanzo delle partite correnti, il livello del debito estero e delle riserve valutarie, l'entità del servizio del debito. In questo contesto giocano un ruolo determinante le IFI, che svolgono un'importante azione mediante l'erogazione di finanziamenti finalizzati alla stabilizzazione macroeconomica.

La globalizzazione dei mercati finanziari ha portato a un contesto operativo sempre più integrato e a una maggiore apertura dei paesi emergenti agli afflussi di capitali esteri, destinati non solo al finanziamento del debito pubblico ma in maniera crescente quello del settore privato. A ciò si aggiunge la presenza di movimenti di capitali a breve termine e a carattere speculativo (*hot money*), che sono guidati da variazioni dei tassi di interesse o da aspettative sui tassi di cambio. Questi flussi risultano più sensibili a shock di fiducia e sono di conseguenza più volatili; in caso emergano criticità in un determinato paese si assiste sovente a fenomeni di *herd behaviour*, con un "effetto domino" su altri mercati emergenti che altrimenti non sarebbero interessati dall'instabilità. Nelle crisi finanziarie di "nuova generazione" l'elemento principale non è quindi legato all'insolvenza, ma alla mancanza di liquidità e a squilibri (di durate o di valute) tra attività e passività, con un peso crescente del settore privato nell'originare o amplificare episodi di vulnerabilità⁴. In quest'ottica le variabili tradizionali hanno un ruolo minore, ma risulta più efficace il cosiddetto "*balance sheet approach*", che si basa sull'analisi delle variabili che compongono lo stato patrimoniale dei diversi attori dell'economia di un paese: il settore pubblico, il sistema bancario e il settore privato (imprese e famiglie). Anche in presenza di indicatori macroeconomici relativamente solidi, il rialzo dei tassi di interesse può mettere a rischio la capacità del paese di far fronte alle proprie obbligazioni in caso di disallineamento tra indebitamento a breve e impieghi correnti. Allo stesso modo, un elevato indebitamento in valuta estera esporrà il paese a un rischio di insolvenza in caso di svalutazione del tasso di cambio.

⁴ Per un approfondimento su vecchie e nuove crisi si vedano Allen, Rosenberg, Keller, Setser, Roubini (2002) e Manasse, Roubini, Schimmelpfennig (2003).

In questo lavoro presentiamo una breve analisi delle implicazioni di questi cambiamenti strutturali per la definizione e la misurazione del rischio paese. La principale conclusione è che il concetto di rischio paese vada interpretato in una nuova ottica per tenere conto dei profondi mutamenti avvenuti nei processi produttivi su scala globale e nel sistema finanziario. Classificare i paesi in base alla loro rischiosità necessita più che mai dell'adozione di un approccio sempre più multidimensionale in cui, insieme ai tradizionali rischi di vulnerabilità macroeconomica, diventano sempre più critici i fattori legati al sistema operativo, al quadro regolamentare e di competitività dei mercati, ai rischi geopolitici e finanziari. Anche la vulnerabilità macroeconomica deve essere misurata facendo riferimento non solo a variabili di flusso (ad esempio il deficit pubblico) ma sempre più anche a indicatori di stock (come il debito e la sua composizione) e all'analisi di eventuali disallineamenti nel profilo delle attività e passività dei diversi operatori economici.

Nella seconda sezione viene fornita una descrizione del concetto tradizionale di rischio paese e una proposta per arricchirlo in chiave multidimensionale. Nella sezione successiva si analizzano le implicazioni delle trasformazioni del quadro produttivo e finanziario per le attività di assicurazione del credito all'esportazione e le conseguenze per il monitoraggio dei rischi. La quarta sezione descrive, infine, la metodologia di valutazione dei rischi paese utilizzata da SACE e presenta una classificazione dei paesi in base al *rating* e alle condizioni di assicurabilità definite in base a un insieme di fattori che compongono il rischio paese.

2. Il rischio paese: un quadro concettuale

L'evoluzione degli scenari macroeconomici tracciata brevemente nell'introduzione pone gli analisti di fronte a nuove questioni, non da ultimo relativamente alla natura dei fenomeni che influenzano il profilo di rischio di una determinata attività finanziaria o industriale. Da qui l'importanza di definire il rischio paese.

In generale, una società che opera all'estero si trova ad affrontare particolari condizioni operative – e di conseguenza rischi – che possono essere notevolmente diversi da quelli a cui può andare incontro in ambito nazionale. Quello di “Rischio paese” è un concetto molto ampio che raggruppa tutti questi elementi e include le fonti di potenziali difficoltà che possono insorgere nello svolgimento di attività economiche all'estero, rispetto alle transazioni svolte sul mercato interno⁵.

La formulazione appena riportata ha il pregio di apparire a prima vista semplice e immediata, tuttavia pone difficoltà sostanziali nel momento in cui si voglia passare ad elencarne nel dettaglio le componenti al fine di elaborare criteri di misurazione e strategie di gestione del rischio.

La particolarità del rischio paese risiede nel fatto che si tratta di un concetto dai confini poco chiari, quindi non solo non c'è una definizione universalmente condivisa delle sue caratteristiche, ma le interpretazioni elaborate nel corso degli anni differiscono in maniera anche significativa a seconda dello scopo dell'analisi. Infatti, vengono forniti diversi livelli interpretativi e viene posto l'accento su differenti aspetti a seconda che il punto di vista sia quello accademico, di una banca d'affari o, come nel caso di SACE, di una società di assicurazione del credito all'export.

Tra le definizioni più esaustive e sistematiche di rischio paese vi è senza dubbio quella di Meldrum (2000), che riprende l'enunciazione di carattere generale appena vista, suddividendo il rischio paese in sei elementi che si ripercuotono sul rendimento atteso di un investimento: sovrano, politico, economico, di trasferimento, di cambio, di posizione. Il *rischio sovrano* riguarda la capacità (o la volontà) del debitore sovrano di onorare i propri impegni di pagamento; in questo caso è importante non solo la disponibilità effettiva di risorse per far fronte all'onere debitorio, ma anche la reputazione e il *track record* (ad esempio presenza di precedenti ristrutturazioni del debito) del governo stesso. Il *rischio politico* si

⁵ Per una *review* esaustiva della letteratura sul rischio paese si rimanda a Hoti, McAleer (2002).

riferisce agli eventi di natura non economica derivanti da conflitti, mutamenti istituzionali e atti unilaterali dei governi (quali espropri e nazionalizzazioni); di conseguenza, si tratta di un rischio dalla natura difficilmente prevedibile in quanto influenzato da elementi non quantificabili. Il *rischio economico* include i fattori che influiscono sui tassi di crescita quali la coerenza degli obiettivi di politica economica, il grado di apertura dell'economia, l'andamento delle ragioni di scambio del paese. Il *rischio di trasferimento* deriva da eventuali decisioni delle autorità di adottare restrizioni sui movimenti di capitali e sul rimpatrio di dividendi e profitti; ha particolare attinenza con il rischio sovrano in quanto lo stato può trovarsi a corto di riserve valutarie e ricorrere unilateralmente all'imposizione di restrizioni ai pagamenti verso l'estero. Il *rischio di cambio* scaturisce da fluttuazioni inaspettate dei tassi di cambio oppure dalla transizione da un regime a un altro (ad esempio, in seguito all'abbandono di un cambio fisso) ed è legato al rischio di trasferimento in quanto in parte influenzato dagli stessi fattori. Il *rischio di posizione* concerne gli effetti di contagio che possono provenire da paesi vicini (come accade per i membri di una determinata regione) oppure da paesi che sono considerati simili in quanto a caratteristiche (e vulnerabilità) politiche o economiche.

Un ulteriore quadro concettuale, utile per definire il rischio paese, può essere dedotto dal *Comprehensive insurance framework* sviluppato da Ehrlich e Becker (1972) per definire le attività assicurative ottimali sulla base della natura dei rischi. Secondo questo schema ciascun rischio può essere definito sulla base della probabilità con cui si presenta e per l'impatto economico (in termini di disutilità) che ha. A seconda della combinazione di queste caratteristiche, un agente razionale sceglie la strategia ottimale di comportamento. In presenza di rischi frequenti e con impatto economico modesto la strategia ottimale è quella del risparmio e della prevenzione mentre nel caso di rischi con impatto economico maggiore e frequenza più ridotta l'assicurazione (*risk pooling*) consente di mitigare gli effetti. Dunque anche il rischio paese può, nelle sue varie componenti, essere classificato sulla base di questa griglia

concettuale e dar luogo a una valutazione complessiva delle condizioni di rischio relative di ciascuna economia.

3. I cambiamenti nel mercato dell'assicurazione del credito all'esportazione: effetti sul rischio paese

In quanto società dedicata a fornire strumenti di sostegno all'internazionalizzazione delle imprese italiane, SACE non è stata immune dalle profonde trasformazioni che hanno riguardato il panorama internazionale e la sua attività ne è stata anzi fortemente coinvolta sotto tutti gli aspetti, inclusi i processi di assunzione dei rischi tra cui l'analisi del rischio paese.

Come tutte le *Export Credit Agencies* (ECA), infatti, SACE è nata sia come strumento di politica industriale e commerciale, sia allo scopo di fornire protezione agli operatori nazionali in un contesto caratterizzato da mercati finanziari poco sviluppati, da asimmetrie informative e da sostanziali fallimenti del mercato. Le ECA erano quindi viste come assicuratori di ultima istanza – in quanto i privati non erano disposti a operare in paesi a elevato rischio – la cui attività si svolgeva in regime di monopolio e non necessariamente in un'ottica di ricerca del profitto. In particolare, considerato l'elemento di sussidio insito nella loro natura, l'attività assicurativa era fortemente legata al concetto di prodotto locale e di operatore nazionale. Questa impostazione si rifletteva anche nel meccanismo di formazione dei premi, che in molti casi erano inferiori al minimo richiesto per coprire le perdite attese, mentre l'attività a condizioni di mercato era lasciata agli operatori privati per evitare fenomeni di spiazzamento.

Il quadro operativo tradizionale era quindi caratterizzato dalla presenza di un'impresa nazionale (attiva sovente in settori strategici), che realizzava progetti ad elevato contenuto di merci nazionali in paesi ad alto rischio, con orizzonti temporali di rimborso a lungo termine e con controparti sovrane. In caso di *default* del debitore si agiva nell'ambito del Club di Parigi insieme agli altri creditori ufficiali e il focus

dell'analisi era incentrato sul rischio sovrano e sul rischio politico. Questo contesto comportava per le ECA una forte concentrazione del portafoglio – non compensata da adeguati accantonamenti – e un onere per il bilancio dello stato nell'eventualità di un mancato pagamento, a causa del contenimento dei premi al di sotto dei livelli di mercato⁶.

In seguito alle crisi debitorie degli anni '80 e '90 vi è stata una presa di coscienza, a livello OCSE, riguardo alla necessità di stabilire regole comuni a tutti i membri in materia di credito all'esportazione. Di conseguenza, sono state definite linee guida in materia di premi (con l'obbligo di applicare un livello minimo necessario a raggiungere il *break even*), ambiente, *responsible lending* e lotta alla corruzione. Nel frattempo, lo sviluppo dei mercati finanziari ha portato a una maggiore competizione da parte degli operatori privati e alla nascita di nuovi strumenti che facilitano l'accesso al credito da parte dei mercati emergenti, con conseguente marginalizzazione dell'attività tradizionale di *export credit* che diventa solo una delle opzioni percorribili. Ciò ha creato la necessità per le ECA di rivedere il proprio ruolo, spingendole verso un modello maggiormente orientato al mercato e alla redditività (Figura 1). A ciò si sono associati i noti fenomeni di internazionalizzazione produttiva che rendono difficile ricondurre la realizzazione di un determinato bene al concetto di “made in”.

⁶ Si veda Ascari (2007).

Figura 1. Lo sviluppo dell'attività delle ECA



La nuova operatività delle ECA deve conciliare quindi una duplice natura, in primo luogo quella classica di sostegno all'export, che mantiene la propria valenza istituzionale ma a cui si associa una crescente attenzione ai risultati di gestione e all'equilibrio di portafoglio, il tutto in un contesto globalizzato altamente competitivo. L'attività si rivolge quindi a nuovi prodotti e si allarga dall'idea di operatori e merci nazionali a quella di "interesse nazionale" (o "made by"), per tenere conto delle esigenze delle imprese nazionali che hanno trasferito alcuni processi produttivi all'estero. Il quadro operativo "evoluto" vede quindi imprese che operano a livello multinazionale (spesso tramite controllate estere) per la realizzazione di progetti con elevato contenuto di merci estere ma con tecnologia e *know-how* nazionali, sia in paesi emergenti che nel mercato OCSE in quanto le

principali controparti ora sono private, con un peso crescente del *project finance* e delle operazioni *asset-based*. Il portafoglio delle ECA risulta in genere più bilanciato (in termini di paesi e di numero di operazioni) e vi sono idonei strumenti di accantonamento, grazie anche alla struttura dei premi che tiene conto di una maggiore differenziazione del *pricing* in base al livello di rischio della controparte. In questo caso all'analisi del rischio paese si associa la valutazione del rischio commerciale e del merito di credito della controparte privata, in base ad un approccio "caso per caso" mirato a evidenziare i punti di forza e di debolezza del singolo progetto.

4. la metodologia di valutazione del rischio paese in SACE

Lo studio del rischio paese in SACE parte da un presupposto fondamentale legato all'attività della società, che è quella di fornire copertura assicurativa agli esportatori e agli investitori italiani in linea con i mutamenti del mercato di cui si è dato conto nei precedenti paragrafi⁷. Di conseguenza, il fulcro dell'analisi si basa sui diversi effetti che il verificarsi di uno o più eventi generati dai rischi elencati precedentemente può avere sull'attività economica dell'impresa, in particolare su fenomeni che ostacolano o rendano impossibile l'esecuzione del contratto o il pagamento dello stesso, impediscano i trasferimenti valutari necessari per i pagamenti, causino la moratoria dei pagamenti da parte di debitori sovrani, ovvero l'inadempimento o l'insolvenza dei debitori privati. In quanto assicuratori, l'analisi paese non è mirata a misurare il livello di rischio intrinseco di un determinato paese, quanto piuttosto a determinare le ripercussioni che tale rischio può avere sull'attività economica dell'investitore o dell'esportatore italiano, in relazione alla tipologia di operazione assicurata.

⁷ L'ambito operativo di SACE è stato gradualmente ampliato – da ultimo dalla Legge finanziaria 2007 – fino a comprendere numerose altre attività, in particolare alla copertura di progetti che abbiano effetti rilevanti per l'economia italiana (il concetto di "made for"). Tuttavia, per semplicità si è scelto di soffermarsi sull'attività tradizionale comune a tutte le ECA.

La valutazione del rischio paese si distingue in tre fasi principali:

- la determinazione della categoria di rischio sulla base di un modello sviluppato in sede OCSE;
- l'integrazione del *rating* OCSE con analisi qualitative sui rischi economici, politici, finanziari e operativi di ciascun paese;
- l'articolazione delle condizioni di assicurabilità.

Le *categorie di rischio* determinate in sede OCSE misurano la probabilità che un determinato paese (in particolare il cosiddetto *best buyer*, generalmente identificabile con il debitore sovrano) non onori il servizio del debito nel medio-lungo termine. Esprimono quindi una misura della probabilità di *default* del sovrano e sono per certi versi paragonabili ai *rating* predisposti dalle agenzie che operano nel settore del *credit assessment*, anche se vi sono alcune differenze sostanziali nelle prerogative di base e nella finalità della classificazione⁸.

I paesi sono suddivisi in 8 categorie (0-7): la categoria 0 rappresenta un rischio trascurabile e comprende, tra gli altri, le economie avanzate UE15, Stati Uniti, Giappone, ma anche Singapore e Slovenia. All'aumentare delle categorie il rischio diviene più significativo fino ad arrivare alla categoria 7 che rappresenta il rischio massimo e include ad esempio Argentina, Angola, Zimbabwe, Corea del Nord, Serbia (si veda la tavola in Appendice per una descrizione della categoria di rischio attuale per ciascuna economia nel mondo).

La classificazione dei paesi viene elaborata in ambito OCSE con la partecipazione di tutti gli stati membri ed è per essi vincolante. L'importanza delle categorie risiede infatti non tanto nell'indicazione sintetica di rischiosità che rappresentano, quanto nel fatto che ad esse è legato il *Minimum Premium Rate* (MPR), ovvero il premio minimo che le ECA sono tenute ad applicare per il rischio sovrano a medio-lungo

⁸ Ad esempio il *rating* di un'agenzia come Moody's, Standard and Poor's e Fitch può rappresentare una valutazione relativa a singole emissioni di titoli da parte di un determinato debitore piuttosto che la valutazione complessiva del debitore stesso.

termine. La classificazione comune e i premi minimi sono stati fissati dai partecipanti all'accordo *Consensus* (l'accordo che regola le attività di credito all'esportazione) per evitare forme di sussidio alle economie nazionali e stabilire un *level playing field*, un punto di partenza condiviso che scorraggiasse la concorrenza sleale in un segmento vischioso, poco profondo e caratterizzato dalla mancanza di *benchmark* quale il mercato a medio-lungo termine. I MPR quindi non si applicano né alle operazioni a breve termine né ai paesi di categoria 0, in quanto per questo tipo di transazioni è presente un'ampia scelta di strumenti di finanziamento alternativi che assicurano la concorrenza. È importante sottolineare che le ECA possono adottare criteri di classificazione dei paesi diversi da quello OCSE (ad esempio utilizzando un numero diverso di categorie o assegnando *rating*). Tuttavia, esse sono comunque tenute ad applicare il premio minimo legato alla categoria OCSE assegnata a quel paese per la copertura del rischio sovrano a medio-lungo termine.

La metodologia adottata in ambito OCSE prevede l'esame di tutti i paesi almeno una volta all'anno, con revisioni trimestrali secondo l'area geografica di appartenenza. I paesi OCSE ad alto reddito (in base alla classificazione della Banca Mondiale) e i paesi che aderiscono all'area euro sono classificati automaticamente in categoria 0 e sono esclusi dal procedimento.

Il processo si articola in due fasi: l'approccio quantitativo mediante l'applicazione di un modello statistico e l'aggiustamento qualitativo. Il CRAM (*Country Risk Assessment Model*) è il modello che costituisce il punto di partenza della classificazione ed è stato elaborato congiuntamente dagli esperti delle ECA per tenere conto delle peculiarità dell'attività assicurativa.⁹ Il CRAM, infatti, include indicatori economico-finanziari analoghi a quelli considerati dai principali istituti di ricerca internazionali e dalle agenzie di *rating*, ma si distingue in quanto considera

⁹ http://www.oecd.org/document/49/0,2340,en_2649_34169_1901105_1_1_1_1,00.html per maggiori dettagli.

direttamente l'esperienza di pagamento delle ECA. Di conseguenza, anche in presenza di una situazione economica stabile, un'esperienza di pagamento negativa (nella forma di posizioni indennitarie pregresse) porterà a una penalizzazione del paese in termini di categoria di rischio, in quanto i mancati pagamenti rappresentano una *proxy* della (scarsa) volontà del debitore di far fronte alle proprie obbligazioni (*unwillingness to pay*).

Gli indicatori finanziari considerati nel modello includono le variabili relative alla posizione debitoria (debito estero in rapporto al PIL e alle esportazioni, *debt-service ratio*) e alle riserve valutarie (in valore assoluto e in mesi di importazioni). Gli indicatori economici si focalizzano su tematiche di tipo strutturale: la crescita potenziale, attraverso la crescita del PIL (assoluto e pro capite), i tassi di risparmio e di investimento; la *performance* della politica economica, misurata dal tasso di inflazione, dal saldo del bilancio pubblico e dalla posizione della bilancia dei pagamenti; la vulnerabilità, legata alle dimensioni dell'economia, alla dipendenza dalle esportazioni di materie prime o, al contrario, all'elevato fabbisogno di petrolio, nonché alla dipendenza dagli aiuti internazionali e dai doni per la copertura del fabbisogno finanziario.

Gli indicatori sono valutati singolarmente sulla base di soglie critiche determinate per ognuno di essi. Sono poi combinati in due *score* (0-100%) economico e finanziario, che vengono a loro volta integrati in un unico risultato mediante una media ponderata i cui pesi variano in base ai valori assunti dai singoli indicatori.

Lo *score* economico-finanziario viene quindi confrontato con quello relativo all'esperienza di pagamento, aggiornata su base trimestrale. In questo caso si considerano le componenti dell'esposizione delle ECA – impegni in essere, arretrati e indennizzi¹⁰ – nonché eventuali arretrati verso FMI e Banca Mondiale. In

¹⁰ Gli impegni scaturiscono dall'assunzione di nuove coperture assicurative. Gli arretrati rappresentano i mancati incassi e le richieste di indennizzo. Gli indennizzi sono le somme pagate agli assicurati a fronte di *default* e che costituiscono un credito della ECA nei confronti del debitore.

particolare, tra gli indicatori inclusi nel modello vi sono il rapporto tra arretrati e impegni, tra indennizzi e impegni, tra importi pagati e dovuti rispetto agli accordi di ristrutturazione. Gli indicatori selezionati hanno lo scopo di evidenziare l'insorgere di episodi di sinistrosità che denotino l'impossibilità o la riluttanza a pagare da parte del debitore sovrano. In caso di accordi di ristrutturazione, viene posta particolare attenzione alla *cut-off date* (COD)¹¹, che rappresenta un importante punto di cesura nel *track record* di un determinato paese. La presenza di un accordo indica infatti la volontà del paese di far fronte ai propri obblighi nonostante non sia in grado di rispettare le condizioni contrattuali fissate originariamente; verrà monitorata quindi la puntualità nei pagamenti a fronte del nuovo piano di ammortamento e un eventuale disallineamento tra importi dovuti e pagati sarà segnalato dal modello attraverso un peggioramento dello *score*. In tale contesto, tuttavia, viene dato un peso maggiore a eventuali arretrati o indennizzi post-COD, in quanto rappresentano non solo un segnale di difficoltà a rispettare gli impegni presi nonostante la ristrutturazione del debito, ma evidenziano che il dissesto finanziario si è esteso anche alle obbligazioni assunte successivamente all'accordo.

Una volta elaborati i due *score* (economico-finanziario e dell'esperienza di pagamento), si perviene al risultato totale del modello: viene assegnata pari importanza alla situazione economico-finanziaria e al *track record* dei pagamenti verso le ECA e quindi il risultato totale è il peggiore dei due *score*. Esso viene quindi convertito in categorie di rischio dalla 0 alla 7 e costituisce il punto di partenza per l'aggiustamento qualitativo.

La procedura di aggiustamento qualitativo ha lo scopo di considerare tutti i fattori non inclusi nel modello – in quanto non quantificabili – che possono avere ripercussioni sul profilo di rischio del paese. Tra di essi sono importanti in primo luogo la situazione politica, nello specifico la struttura istituzionale, il livello di

¹¹ La *cut-off date* (COD) è la data che viene fissata in sede Club di Parigi come punto di riferimento per la ristrutturazione del debito. Le obbligazioni contratte precedentemente alla COD vengono incluse nell'accordo, mentre quelle successive vengono onorate alle scadenze originarie.

democrazia e di rappresentanza delle forze di opposizione, la presenza di conflitti interni o nelle aree confinanti. Inoltre, viene valutato il quadro legale e operativo, legato all'adeguatezza e all'indipendenza del sistema legale, al livello della burocrazia e della corruzione, all'apertura e all'atteggiamento nei confronti degli investitori esteri. Un altro aspetto è connesso al contesto sociale, alla disoccupazione e alla presenza di tensioni o rivendicazioni da parte di minoranze etniche o religiose. Infine, viene posto l'accento sulla coerenza delle strategie del governo – in particolare sulla sostenibilità della politica economica – e sulla cooperazione con le IFI. Altri fattori non inclusi nel modello, che possono essere oggetto di discussione in sede di aggiustamento qualitativo, riguardano la struttura del sistema bancario e finanziario, la sua stabilità e redditività, nonché l'adeguatezza della supervisione da parte delle autorità di vigilanza e l'efficacia nell'evitare fenomeni di contagio in caso di crisi finanziaria. In generale l'aggiustamento in positivo (*upgrading*) rispetto al risultato del modello è limitato a una sola categoria, mentre il *downgrading* è potenzialmente illimitato.¹²

Nell'ambito della procedura utilizzata da SACE le informazioni contenute nel *rating* derivante dal processo descritto sono integrate da una valutazione qualitativa del livello di rischio (alto, medio, basso) e dell'*outlook* dello stesso (positivo, stabile, negativo) per ciascuno delle seguenti dimensioni del rischio paese: (i) economica; (ii) politica nelle sue dimensioni di rischio di esproprio, di trasferimento e violenza; (iii) finanziaria e (iv) operativa. Sulla base di queste valutazioni viene definito un profilo di rischio sintetico che combina livello e *outlook* dei rischi. L'indicatore sintetico che ne deriva è utilizzato nella valutazione dell'affidabilità del paese accanto a ciascun sotto-indicatore settoriale che possa essere di particolare rilievo (ad esempio, l'indicatore di rischio politico in un paese a forte conflittualità)

Le *condizioni di assicurabilità* indicano l'atteggiamento assicurativo di SACE verso

¹² La classificazione dei paesi in base alla categoria di rischio è riportata in Appendice. Per la serie storica di questo indicatore per i vari paesi si veda <http://www.oecd.org/dataoecd/9/12/35483246.pdf>

ciascun paese¹³, cioè i termini ai quali SACE è disposta ad operare in un determinato mercato. Se da un lato le categorie sono fissate in ambito OCSE e sono comuni a tutti i membri, nella scelta delle condizioni di assicurabilità vi è completa libertà e non vi sono particolari vincoli, al di fuori di eventuali provvedimenti a livello internazionale che vietino gli scambi commerciali con un paese, quali ad esempio un embargo o sanzioni da parte delle Nazioni Unite. Ogni ECA può quindi definire e calibrare il proprio atteggiamento assicurativo in base all'esperienza di pagamento, alle strategie di penetrazione commerciale e all'importanza di determinati mercati di sbocco. Naturalmente il grado di apertura è commisurato al rischio paese e ci si può attendere la presenza di maggiori restrizioni in paesi classificati in categorie elevate. Tuttavia, non necessariamente i paesi di categoria 7 sono posti in sospensiva, in quanto vi possono essere casi in cui ad un elevato rischio si associa la disponibilità ad assicurare una determinata tipologia di operazioni, a condizione che il premio associato sia sufficientemente elevato da coprire le perdite attese. È importante sottolineare inoltre che la categoria 7 è molto eterogenea e comprende realtà molto differenti tra loro, da paesi isolati dalla comunità internazionale come la Corea del Nord e il Myanmar, o caratterizzati da situazioni di conflitto come il Sudan o la Costa D'Avorio, a paesi che presentano una situazione economica fragile o hanno registrato un *default* del debito ma mantengono condizioni operative relativamente adeguate, come Argentina, Bielorussia, Serbia o Angola (vedi Appendice). In questi ultimi casi è possibile ipotizzare una cauta apertura, preferibilmente per operazioni di importo contenuto o che presentino elementi di mitigazione del rischio.

Per quanto riguarda la definizione delle condizioni di assicurabilità di SACE, la valutazione dei rischi si basa su un'analisi quantitativa analoga a quella sviluppata in sede OCSE, a cui si associa un approfondimento qualitativo volto a evidenziare particolari aspetti di rischiosità dal punto di vista politico, economico, bancario, legale e operativo.

¹³ Vedi Appendice.

In base ai risultati dello studio del rischio paese, le tipologie di atteggiamento assicurativo sono le seguenti: apertura, apertura con restrizioni e chiusura. L'apertura riguarda i paesi industrializzati e alcuni paesi emergenti che non presentano aspetti di rischiosità particolarmente rilevanti (ad esempio, Cina, Russia, Emirati Arabi Uniti). In questo caso l'accento si sposta sull'esame delle controparti; tuttavia, anche in assenza di restrizioni le operazioni vengono valutate singolarmente e, qualora il merito di credito delle controparti fosse ritenuto inadeguato, possono essere applicate restrizioni particolari correlate al singolo progetto (ad esempio richiedendo particolari garanzie o riducendo la percentuale di copertura assicurativa).

L'atteggiamento di apertura con restrizioni riguarda paesi ai quali sono associate cautele legate alla situazione politica o economica (ad esempio Iran, Argentina, Venezuela). Le restrizioni includono le limitazioni per controparte, importi, durate e percentuale di copertura. Nel primo caso si pongono dei limiti all'attività in relazione alla natura del debitore (sovrano, banca, o *corporate*) con le quali SACE è disposta a operare. In generale quello relativo al debitore sovrano è considerato il migliore rischio del paese e in passato l'assicurabilità delle controparti private era subordinata all'apertura per il rischio sovrano. Tuttavia, in caso di presenza di divieti all'indebitamento da parte del FMI – legati ad esempio all'iniziativa HIPC di cancellazione del debito – l'operatività con le controparti sovrane non è consentita in quanto SACE è tenuta al rispetto delle indicazioni OCSE in materia di *responsible lending*. Di conseguenza, ove possibile verrà esplorata la presenza di controparti private affidabili o verranno preferite operazioni strutturate. Le limitazioni di importo si concretizzano in limiti all'assunzione di nuovi impegni verso un determinato paese. Tali restrizioni hanno il duplice scopo di segnalare cautela in mercati nei quali SACE non ha esperienza o, al contrario, di limitare l'esposizione in paesi verso i quali la domanda assicurativa è molto sostenuta e la concentrazione degli impegni elevata, per evitare eccessivi squilibri nel portafoglio complessivo. Le

restrizioni nelle durate riguardano le dilazioni massime di pagamento previste; in alcuni casi in cui l'esperienza verso un determinato paese sia limitata, saranno preferibili operazioni con profilo a breve-medio termine, per consentire di stabilire un *track record* adeguato. Infine, la riduzione della percentuale di copertura (di norma il 95% del valore del contratto per il rischio politico) può essere utilizzata come strumento di mitigazione del rischio, ma tale restrizione viene applicata caso per caso a singoli progetti e non a livello di paese.

Per i paesi ad alto rischio è infine prevista la chiusura. In caso di sospensiva l'operatività tradizionale non è consentita; tuttavia, possono essere considerati progetti che presentino elementi di mitigazione del rischio paese (operazioni strutturate, *project finance*, *asset-based*), operazioni finanziate da IFI, da altre ECA o da Banche Regionali di Sviluppo, nonché gli investimenti esteri.

Al monitoraggio continuo si aggiunge un approccio *ad hoc* in occasione di progetti rilevanti, allo scopo di analizzare le prospettive di particolari settori o la solidità di un determinato debitore. In quest'ottica le dinamiche del rischio paese si affiancano e si integrano con la valutazione delle controparti, nell'ambito complessivo del processo di assunzione del rischio. È questo il caso delle operazioni di finanza strutturata o di *project financing*, che esulano dall'operatività più standardizzata. Tali progetti sono solitamente caratterizzati da un impegno finanziario molto consistente, cui si associa la presenza di meccanismi di mitigazione del rischio paese (ad esempio nella forma di *escrow account*¹⁴); considerato, inoltre, che il finanziamento viene ripagato con le entrate generate dal progetto stesso, anche il concetto di debitore perde il suo significato tradizionale. Di conseguenza, si rende necessario uno studio approfondito volto non tanto a determinare il livello di rischiosità generale del paese, ma ad evidenziare gli aspetti che possono direttamente ripercuotersi sul progetto. In particolare, verranno analizzati gli effetti sulla redditività dell'operazione di criticità legate all'imposizione di restrizioni valutarie,

¹⁴ L'*escrow account* è un deposito a garanzia del servizio del debito (generalmente detenuto all'estero), dove viene accantonata una parte delle *revenues* generate dal progetto.

alla svalutazione del cambio, all'aumento o alla diminuzione dei prezzi delle materie prime utilizzate o prodotte, all'andamento del settore a livello nazionale e mondiale.

L'approccio caso per caso è indispensabile anche nelle valutazioni relative alla polizza investimenti: in questo caso l'accento si sposta sugli elementi di rischio che possono avere effetti sulla titolarità e sull'integrità delle attività detenute all'estero. Verrà posta quindi particolare attenzione al rischio politico, inteso sia come presenza di conflitti e scontri nell'area interessata dall'investimento, sia come esistenza di episodi di esproprio (reale o strisciante), nazionalizzazione o altri provvedimenti delle autorità del paese che impediscano il pieno godimento dei diritti di proprietà o il rimpatrio di capitali e profitti. Anche l'adeguatezza e l'indipendenza del sistema legale, nonché l'atteggiamento nei confronti degli investitori esteri, costituiranno importanti elementi di valutazione. In tale contesto acquista particolare rilevanza l'adesione del paese agli accordi internazionali in merito alla tutela degli investimenti e la possibilità di appellarsi all'arbitrato internazionale in caso di dispute.

L'atteggiamento assicurativo complessivo (che comprende le condizioni di assicurabilità, le categorie di rischio OCSE e le valutazioni su livello e *outlook* dei singoli fattori che compongono il rischio paese) costituisce il punto di partenza del processo di valutazione di ogni operazione assicurata. La valutazione del rischio paese – seppure incentrata sugli strumenti di analisi macroeconomica tradizionale – ha tuttavia lo scopo tangibile di fornire un sostegno all'attività di assunzione dei rischi e mantiene quindi un approccio sostanzialmente pragmatico.

5. Conclusioni

Lo scenario economico mondiale ha vissuto negli ultimi decenni una trasformazione radicale che ha portato ad un "appiattimento" delle distanze. Il progresso tecnologico e alcuni fondamentali cambiamenti dell'assetto politico internazionale hanno favorito non solo la globalizzazione e l'internazionalizzazione produttiva, ma anche

uno sviluppo dei mercati finanziari dei paesi emergenti impensato prima della diffusione delle moderne tecnologie informatiche. Questa “rivoluzione copernicana” porta con sé anche alcuni elementi di instabilità, poiché in un contesto fortemente integrato la trasmissione delle crisi e gli episodi di contagio possono essere agevolati dalla mancanza di barriere, con effetti deleteri per le economie più deboli.

Tale maggiore volatilità pone nuovi interrogativi non solo per i *policy-maker* e per gli economisti, ma anche per gli operatori finanziari e gli assicuratori che si trovano a fronteggiare una realtà in rapida evoluzione e devono sviluppare strumenti adeguati di analisi e gestione dei rischi, tra cui acquista sempre più importanza il rischio paese. Questo non è più assimilabile solo ai tradizionali rischi di esproprio, violenza e trasferimento ma deve essere inquadrato in un’ottica multidimensionale per cogliere tutti i fattori esogeni che possono minacciare la redditività di una operazione commerciale o finanziaria.

L’analisi del rischio paese è essenziale nel settore dell’assicurazione del credito all’esportazione e per una società come SACE, la cui missione è orientata al sostegno all’internazionalizzazione del sistema economico italiano, in un contesto di trasformazione dell’attività delle ECA verso un modello orientato al mercato. La definizione stessa di rischio paese in questo contesto assume una valenza particolare, dal taglio più operativo, volta a esaminare gli effetti che gli elementi di rischiosità peculiari di un determinato paese possono avere sull’attività economica *cross-border*.

I cambiamenti strutturali del modello di produzione globale e del sistema finanziario brevemente riportati in questo lavoro rendono necessaria l’adozione di una nuova definizione e misurazione del rischio paese che tenga conto delle trasformazioni in atto. In questo quadro il concetto di rischio paese deve essere interpretato in una nuova ottica, sulla base di un approccio multidimensionale che tenga conto sia dei tradizionali rischi di vulnerabilità macroeconomica (allargati per tenere conto degli squilibri nel *balance sheet* degli agenti economici) sia dei fattori legati al sistema

operativo, al quadro regolamentare e di competitività dei mercati, ai rischi geopolitici e finanziari. Il sistema di valutazione dei rischi paese utilizzato da SACE e presentato in questo lavoro va in questa direzione. Esso deve necessariamente essere però considerato un *work in progress* per consentire di incorporare nell'analisi dei rischi le trasformazioni strutturali che sono continuamente in atto nelle economie dell'era globale.

Bibliografia

Ascari R. (2007), *Is Export Credit Agency a misnomer? The ECA response to a changing world*, SACE working papers N.2.

Allen M., Rosenberg C., Keller C., Setser B., Roubini N. (2002) *A Balance Sheet Approach to Financial Crisis*, IMF working paper 02/210.

Baldacci E. (2007), *Beyond the “Davos Consensus”: A New Approach to Global Risks*, SACE working papers N.3.

Chari V. V., Kehoe P. J. (2003), *Hot Money*, Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 228.

Ehrlich I. and G. Becker, (1972), *Market Insurance, Self-Insurance and Self-Protection*, Journal of Political Economy 80: 623–648.

Friedman, Thomas L. (2005), *The World Is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century*, FSG, New York.

Hoti S., McAleer M. (2002), *Country Risk Ratings: An International Comparison*, Department of Economics University of Western Australia.

Hammer P. L., Kogan A., Lejeune M.A. (2004), *Country risk ratings: Statistical and Combinatorial non-recursive Models*, Rutcort Research Report 8-2004.

Kaminsky G. L. (1999), *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*, IMF Working Paper 99/178.

Meldrum D.H. (2000), *Country risk and foreign direct investment*”, in Business Economics, July, 34, pp. 30-7.

Manasse P., Roubini N., Schimmelpfennig A. (2003), *Predicting Sovereign Debt Crises*, IMF working paper 03/221.

Wang J., Mansilla M., Kikuchi Y., Choudhury S. (2005), *Officially Supported Export Credits in a Changing World*, IMF World Economic and Financial Surveys.

SACE WORKING PAPER SERIES

M. Riva, M. Cascianelli, *Trade Finance and Export Credit Agencies. Sviluppi recenti e prospettive future. Il nuovo ruolo delle ECA* - WORKING PAPER N. 1 (December 2005)

R. Ascari, *Is Export Credit Agency a misnomer? The ECA response to a changing world* - WORKING PAPER N. 2 (February 2007)

E. Baldacci, *Beyond the "Davos Consensus": a New Approach to Global Risks* - WORKING PAPER N. 3 (March 2007)

E. Baldacci, L. Chiampo, *L'analisi del rischio paese: l'approccio di SACE* - WORKING PAPER N. 4 (May 2007)